Ing. Ctibor Pilch, PhD.
Katedra bankovníctva a medzinárodných financií
Národohospodársa fakulta
Ekonomická univerzita v Bratislave

Seriál : Odchýlky od racionality pri investovaní

9.časť – Zmiešané odchýlky

House money efekt[1]

Je to odchýlka opačná k averzii k ľútosti či k averzii k riziku.

Prejavuje sa tým, že investor má tendenciu podstupovať nadmerné riziko potom, čo dosiahol výrazný zisk. Dobrým príkladom na túto odchýlku môže byť prípad Victora Niederhoffera, ktorý bol v deväťdesiatych rokoch 20.storočiach považovaný odbornou verejnosťou za špičku medzi investormi. O svojich vlastných kvalitách napísal veľmi populárnu publikáciu The Education of a Speculator , v ktorej vysvetľoval pôvod svojich úspechov. V roku 1997 vplyvom ázijskej krízy počas troch letných týždňov poklesla hodnota ním spravovaných fondov o niekoľko desiatok percent. Chyba bola výhradne na jeho strane, pretože veril nepodloženým dojmom. Akciový trh neustále klesal, ale on poklesu neveril a pokračoval v nasadenom trende. Stále bol presvedčený, že kurzy akcií po prepade výrazne posilnia. 30.októbra 1997 bol nútený oznámiť investorom, že čistá hodnota aktív v ním spravovaných fondoch klesla do záporných čísel, čím prišlo k ich likvidácii. Straty boli vyčíslené na niekoľko sto miliónov dolárov. Klienti prišli o všetko.

Snake bit efekt

Je protipólom predchádzajúcej odchýlky. Ide o situáciu, kedy investor zaznamenal veľkú stratu a potom má tendenciu byť príliš konzervatívny a nie je ochotný podstupovať už ani bežné riziká.

Stádovitosť

Ak jednotlivec nakupuje, či predáva cenné papiere, vzniká u neho určitý citový záväzok. Najskôr vzniká záväzok voči obchodnej pozícii. Rozhodnutie o obchode síce môže mať racionálny základ, ale samotný obchodný akt vytvára istú finančnú účasť a s ňou spojenú

[1] TAJBLÍKOVÁ,S.2006. Psychológii investora, *Finančné trhy : odborný mesačník pre teóriu a prax* . Bratislava: Derivát, 2006. ISSN 1336-5711, Apríl 2006.

potrebu neurobiť chybu. Investor bude zastávať obchodnú pozíciu, ktorá je už mimo jeho dosah. Prežíva pocit spokojnosti, ak sa cena pohybuje očakávaným smerom, naopak pocitmi nespokojnosti (zdesenia, zlosti, depresie, obáv), ak pôjde cena opačným smerom. Tieto pocity sa zintenzívnia, ak sa jedinec spojí s ďalšími ľuďmi. Ak je jeho obchodná pozícia „správna“, pridá sa k jeho osobným výhram vo forme majetku a hrdosti aj komunikácia s ďalšími investormi, ktorý sú na podobných obchodných pozíciách. Kontakt a konverzácia s ostatnými len potvrdí jeho proces rozhodovania. Investor pocíti uspokojenie, ak dostane podporné dôkazy z novinových článkov, či burzových správ. Členovia jednej skupiny si budú navzájom gratulovať a ich pozornosť sa zameria na najbližšie obdobie, kedy však ich kritická analýza nie je až taká potrebná, ako v dlhodobejšom výhľade[2].

Navyše, členovia úspešného davu majú tendenciu zdôrazňovať slabosť argumentov neúspešnej skupiny . Členovia neúspešnej skupiny budú na negatívne informácie veľmi citliví. Najskôr budú pociťovať potrebu spojiť sa na ochranu s ostatnými, ktorí urobili rovnaké rozhodnutie. Navzájom sa utvrdzujú o správnosti svojich názorov, niekedy vzniká tendencia úplne ignorovať argumenty úspešnej skupiny. Členovia tejto neúspešnej skupiny spolu súcitia a zdôrazňujú dlhodobé časové obdobie, nie najbližšiu budúcnosť.

Stádovitosť (herding behaviour) je emočná odchýlka od racionality, ktorá vychádza z toho, že správanie investora je sociálne podmienené. Ľudia v sociálnej skupine konajú rovnako, alebo podobne bez toho, že by svoje konanie nejakým spôsobom koordinovali, alebo plánovali. Takými typickými prejavmi stádovitosti z bežného života sú prejavy správania sa fanúšikov na koncertoch, športových podujatiach, predvolebných mítingoch a podobne.

Na finančných trhoch sa stádovitosť uplatňuje najmä pri vzniku finančných bublín a následných krachoch. Klasickým príkladom sú masívne nákupy a predaje cenných paierov počas vrcholiacej finančnej bubliny. Prevládajú tu emócie - najskôr chamtivosť a nadšenie, neskôr strach.

Táto odchýlka je následkom odvekej túžby človeka niekam patriť. Táto túžba sa prejavovala v celej ľudskej histórii v spojení s aktivitami ako sú sebazáchova, boj, útek, ochrana vlastného územia, rozmnožovanie rodu a pod.

Jednotlivec vyhľadáva signály od iných jednotlivcov, pozoruje ich správanie a následne koriguje svoje správanie podľa správania celej skupiny. Napodobňovanie činnosti iných osôb

[2] PLUMMER,T. 2008. P*rognóza finančních trhů – psychologie úspěšného investování*, Brno:Computer press, a.s., 2008.

pomáha jednotlivcovi pri uvažovaní, niekedy dokonca nahrádza uvažovanie, hlavne vtedy, ak je informácií príliš málo, alebo veľmi veľa, alebo by ich spracovanie bolo veľmi náročné. Posledná možnosť je typická pre finančné trhy. Informácií je spravidla veľmi veľa, málokto však vie z nich vybrať podstatné informácie pre finančné rozhodovanie. Najmä pri menších investoroch platí, že informácie získavajú z médií, či priamej komunikácie s analytikmi a poradcami. Tieto informácie si spravidla nepreverujú, považujú ich za spoľahlivé. Ironiou je však aj to, že ani inštitucionálni investori nie sú imúnni k stádovitosti. Totiž ísť proti mienke ostatných ľudí, v našom prípade proti trhu, je veľmi ťažké . Prináša to, okrem iného, aj už spomínaný pocit vylúčenia zo skupiny. Táto odchýlka sa ešte viac prehlbuje tým, že ľudia majú sklon veriť autoritám. Typickým prejavom stádovitosti na finančných trhoch je nákup investícií, keď ich ceny rastú, a ich predaj, keď ceny klesajú. Pritom logika obchodu hovorí, že nákup je výhodný pri poklese cien a predaj pri ich raste[3].

Teórie finančného trhu odvodzujú ceny finančných nástrojov od fundamentálnych hodnôt ich podkladových aktív. Tieto hodnoty sú na trhu známe a sú započítané do ceny aktív. K zmene ceny by teda malo dôjsť iba vtedy, ak sa objavia nové, dôležité informácie, ktoré sa vzťahujú na hodnotu niektorého podkladového aktíva. S praxe je však známe, že ceny ovplyvňujú aj „nálady na trhu“. Totiž ak sú investori presvedčení, že iní majú dôvernejšie, resp. nadštandartné informácie, alebo lepšie možnosti na analýzy, vtedy je najjednoduchšou stratégiou imitovať ich aktivity, teda správať sa stádovito. Ak finančný trh prudko rastie, alebo padá, mozog jedincovi vysiela signál, aby sa pripojil k stádu a zvýšil tak svoju šancu na prežitie. Súčasne produkuje rôzne emócie na podporu tohoto impulzu ako sú eufória, nádej, alebo naopak, opatrnosť a panika. Vladimír Baláž v práci Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií[4] popisuje výsledky prieskumu tokijskej univerzity. Vo svojej výskumnej práci oslovili 488 portfólio manažérov zo 78 japonských bánk, podielových fondov, poisťovní, obchodníkov s cennými papiermi a poradenských firiem. Požiadali účastníkov prieskumu, aby sa vyjadrili k tvrdeniu „vo všeobecnosti nasledujem trend“ .

Súhlas s týmto tvrdením vyjadrilo prakticky viac ako 62 % profesionálov .

Okrem týchto údajov prieskum ukázal napr. aj to, že 63 % účastníkov priznalo, že nové správy z trhu ich konanie ovplyvňujú, a to aj napriek tomu, že väčšina z nich sú dlhodobí investori. Viac než 90 % oslovených priznalo, že ich osobný prognózovací horizont je kratší ako jeden rok, u

[3] BALÁŽ,V. 2009. Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

[4] Tamtiež

82 % z nich je dokonca kratší než 6 mesiacov. Teda o.i. že prehodnocujú svoje portfólio príliš často a neprimerane reagujú na nedávne udalosti (pozri kap. o krátkozrakosti a neprimeranej reakcii).

Uvedená odchýlka často v praxi potvrdzuje teóriu Gustava Le Bona, narodeného v roku 1841 vo Francúzsku. Je zakladateľom psychológie davu. Podľa neho sú davy vedené vedomými i nevedomými podnetmi a pudmi. Impulzy, ktorým sa davy podrobujú , sú rozličné a premenlivé. Davy veľmi ľahko podliehajú sugescii, pretože sú v stave očakávania a sú v napätí. Sú zbavení krytického myslenia, ľahko uveria rôznym tvrdeniam. Dav nepozná pochybnosti, preto často zachádza do krajností. Jedenkrát vyslovené podozrenie okamžite prechádza do absolútnej pravdy alebo do absolútneho omylu. Istota davu v tom, čo je pravda a čo nie, ho vedie k autoritatívnosti a k neznášanlivosti.

Pravdepodobne potom platí[5]:

- na finančnom trhu majú šancu nepodľahnúť davu len silné osobnosti
- ak investor podľahne davu, stratia sa jeho individuálne intelektuálne schopnosti, čím sa eliminuje aj možnosť byť lepší ako priemer
- ak investor dokáže odhadnúť správanie davu a vyhnúť sa mu, má nádej, že bude dlhodobo úspešný

Na druhej strane treba ale podotknúť, že „mladí manažéri fondov, ktorí sa držali investičných stratégií odlišných od tých, ktoré používalo okolie, prišli o prácu s väčšou pravdepodobnosťou, nehľadiac na to, ako ich fondy prosperovali. Hrozba, že stratia prácu, im dávala silnú motiváciu k tomu, aby investovali do populárnych sektorov, hoci sa sami domnievajú, že sú nadhodnotené. Neskúsení analytici, ktorí pripravovali predpovede výrazne odlišné od tých, na ktorých sa zhodli ľudia „od fachu“, prichádzali o prácu podstatne častejšie. Skrátka asi platí, že ak ide investičný manažér s davom a situácia sa vyvinie zle, ponesie následky spolu so všetkými ostatnými. Ale ak zvolí stratégiu opozičníka, nesie za svoje chyby zodpovednosť sám“[6].

Známy je aj v literatúre citovaný výrok istého bankára, ktorý reagoval na otázku o bubline vetou: „Ak sa zvyšok sveta správa bláznivo, musíme ho do určitej miery napodobniť.“

---

[5] Chovancová, B. a kol.: Finančný trh. Nástroje, inštitúcie a transakcie. Bratislava: Iura Edition 2006, s. 275, ISBN 80-8078-089-7

[6] CASSIDY, J.: *Jak selhávají trhy - logika ekonomických kalamit*, (preklad z angličtiny), Praha, Academia 2012, 420 s. ISBN 978-80-200-2100-7

Zachovanie status quo

Táto emočná odchýlka od racionality spočíva v princípe, že ľudia si z viacerých možností zvolia tú, ktorá zachováva súčasný stav. Podstatou odchýlky je teda zotrvačnosť v myslení a konaní. Zmena v myslení a hlavne v konaní je obyčajne spojená s nákladmi na adaptáciu.
Investori sa takýmto nákladom (emočným i ekonomickým) chcú samozrejme vyhnúť.
V prieskume, ktorý urobili Raymond Hartman, Michael Doane a Chi-Kueng Woo, publikovanom pod názvom Consumer rationality and the Status Quo[7], boli oslovení zákazníci kalifornských elektrární. Štát Kalifornia je známy nestabilitou elektrizačnej sústavy, ktorá je daná veľkou prevahou dopytu nad ponukou elektriny a teda častými výpadkami elektrickej energie.Elektrárne ponúkali svojim klientom na výber z viacerých sadzieb za spotrebu elektriny. Sadzby záviseli aj od spoľahlivosti dodávok elektrického prúdu. Zákazníci elektrární boli zaradení do dvoch odlišných skupín. Zákazníci v prvej skupine využívali dodávky s vyššou mierou spoľahlivosti a s vyššími sadzbami, v druhej skupine zákazníkov to bolo opačne. Dôležité je pripomenúť, že priemerný príjem domácností v oboch hodnotených skupinách bol zhruba rovnaký.
Zákazníkom v obidvoch skupinách bolo ponúknutých šesť rôznych kombinácií spoľahlivosti a ceny. Jednou z možností bol aj zachovanie status quo.
Prieskum ochoty zákazníkov zmeniť svoju zmluvu na odber elektriny dopadol takto :
V prvej skupine zákazníkov, ktorá mala zaručenú vysokú spoľahlivosť dodávky prúdu si viac ako 60 % ako prvú možnosť zvolilo zachovanie doterajšieho stavu. Len 5,7 % si vybralo ako prvú možnosť nižšiu sadzbu spolu z nižšou spoľahlivosťou napriek tomu, že ponúkaná cena bola o 30 % nižšia.
V druhej skupine zákazníkov, kde bola doteraz zaručená len nižšia spoľahlivosť dodávok energie, si 58 % ako prvú možnosť vybralo zachovanie doterajšieho stavu a len 5,8 % si vybralo ako prvú možnosť zvýšenie spoľahlivosti so sadzbou o 30 % vyššou.
Emočná odchýlka, popisovaná v tejto kapitolke, teda istá nechuť k zmene, môže obmedziť schopnosť investora prijímať racionálne rozhodnutia najmä v oblasti veľkosti a štruktúry investícii. Investor môže odmietnuť nutnosť predať neproduktívne, alebo príliš rizikové investície, či kúpiť nové. Pri zdôvodnení tejto odchýlky od racionality nemôžeme obísť isté

[7] Spracované podľa Spracované podľa BALÁŽ,V. 2009. Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií, Bratislava: VEDA, 2009, str.360 ISBN 978-80-224-1082-3

citové puto, ktoré vytvára dojem dôverného poznania určitej investície. Investor sa takéto puto snaží racionálne zdôvodniťnapr. tradíciu investovania do tohoto produktu.

Efekt darovania

Táto odchýlka charakterizuje akúsi neochotu predávajúcich rozlúčiť sa s niečím, čo považujú za svoje vlastníctvo. Teda, ak niečo dostaneme do daru, ohodnotíme to vyššie, ako by to ohodnotili ľudia, ktorí to do daru nedostali.

Akoby sa človek správal skôr ako kupec, nie ako predajca. Pravdepodobne ide o pozostaok z minulosti, kedy sa aj relatívne výhodná a čestná výmena mohla zdať príliš riskantnou.

Pojem endowment effect (efekt darovania) prvý raz použil Richard Thaler a neskôr ho na svojom prieskume demonštroval aj Kahneman.

Richard Thaler ho ilustroval na príklade majiteľa fľaše s kvalitným starším vínom.

Majiteľ ho odmietol predať za 200 dolárov, ale nebol by ochotný zaplatiť ani 100 dolárov za rovnakú fľašu, v prípade že by sa toto víno rozbilo[8].

Kahneman v svojom pokuse daroval polovici študentov šálku kávy, a opýtal sa ich, za akú najnižšiu sumu by ju predali. Druhá polovica študentov, ktorá nebola obdarovaná kávou, mala určiť, koľko by za túto kávu boli ochotní zaplatiť.

V podstate by sa obe ceny nemali nejako zásadne odlišovať. V Kahnemanovom prieskume študenti, ktorí vlastnili kávu, požadovali v priemere dvojnásobok ceny ako potenciálni kupujúci. Podľa niektorých autorov sa obdarovaní študenti cítia bohatší ako neobdarovaní a preto ocenia kávu vyššie a peniaze nižšie.

Na finančných trhoch sa efekt darovania spravidla prejavuje tak, že investori, ktorí zdedili nejaké cenné papiere, majú väčší sklon ich držať vo svojom portfóliu. Výskumy ukázali aj iné príklady. Napr. ľudia, ktorí predávajú byt, v ktorom momentálne bývajú, si stanovujú v priemere vyššie ceny, ako ľudia, ktorí byty len vlastnia, no nebývajú v nich.

Efekt darovania je pozorovaný podobne aj u zberateľov, ktorí predávajú časť svojej zbierky len príležitostne, kým profesionálni obchodníci a zberatelia, ktorí obchodujú podstatne častejšie, tento efekt nevykazujú[9].

---

[8] CÁR,T.2006. : K psychológii investovania, *Finančné trhy : odborný mesačník pre teóriu a prax* . Bratislava: Derivát, 2006. ISSN 1336-5711, Jún 2006.

[9] podľa THALER,R. – TVERSKY,A.- KAHNEMAN,D. 1997 The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test. In *The Quarterly Journal of Economics*, 1997. Ročník 112, číslo. 2, s. 647-661